

## Primeira Linha

CRISE DO CAPITALISMO POPULAR

# Estão a passar a perna aos pequenos accionistas?

OPA com prémios baixos. Privatizações com prémios altos, mas inacessíveis aos accionistas minoritários. As associações protestam. Bolsa e empresas dizem que é o mercado a funcionar **ANDRÉ VERÍSSIMO E PATRÍCIA ABREU**

O baixo valor da contrapartida na OPA da Brisa e o chumbo do dividendo pelo grupo José de Mello e a Arcus são os motivos mais recentes de descontentamento dos accionistas minoritários. A Associação de Investidores e Analistas Técnicos - ATM, que tem sido mais activa nas críticas, considera que os interesses dos pequenos accionistas foram também menosprezados na venda da EDP e da REN. Estarão os grandes accionistas a tirar partido da situação que Portugal atravessa, à custa dos pequenos?

As associações de consumidores são unânimes na opinião de que o prémio de 13,8% na OPA à Brisa (€2,66 por acção) é baixo, dada a forte queda dos títulos nos últimos anos. "O preço é injusto. Recomendamos aos accionistas que não vendam", diz João Sousa, coordenador da revista Proteste Investe, da Deco. Octávio Viana, presidente da ATM, considera que "os accionistas minoritários da Brisa são os que, sem oportunidade de fazer algo mais, estão a ser expoliados de um valor que esperavam obter no futuro, sem uma justa compensação".

A ATM defende que a contrapartida deve ser revista em alta ou definida por um auditor independente, conforme prevê o Código dos Valores Mobiliários quando o preço de mercado é afectado por "acontecimentos excepcionais". No caso, a crise da dívida e os seus efeitos em Portugal. A decisão pertence à CMVM. O regulador afirma que "a contrapartida será avaliada no momento próprio, que é o do registo da operação, que ainda não aconteceu".

O chumbo do dividendo pelas duas sociedades oferentes na OPA colocou mais uma acha na fogueira. A decisão, que pressiona os investidores a vender na oferta (só assim encaixam os 31 cêntimos) merece a indignação de Octávio Viana: "é um desrespeito muito grande pelos accionistas minoritários, pela gestão e pelo próprio direito societário". A ATM emitiu um comunicado onde considera que, por uma questão de conflito de interesse, a José de Mello e a Arcus (que controlam 53% dos direitos de voto) não deveriam ter participado na votação da proposta de dividendo.

As queixas não partem apenas dos minoritários. A Abertis está a estudar, com os seus serviços jurídicos, se a rejeição da proposta de pagamento de dividendos pela José de Mello e a Arcus viola a lei ou os estatutos da concessionária.

### OPA fazem parte do mercado

Luis Laginha de Sousa, presidente da Euronext Lisbon, recebe as OPA com naturalidade e não considera que os interesses dos investidores particulares estejam a ser postos em causa. "As ofertas públicas de aquisição fazem parte do funcionamento dos mercados. As empresas têm que sentir que o mercado tem portas para entrar e portas para sair" diz. E salienta que as OPA obrigatórias, como é o caso da oferta sobre a Brisa "existem justamente para proteger os interesses dos investidores minoritários".

Abel Ferreira, presidente da Associação de Empresas Emitentes, também não encontra motivos de preocupação. "O sistema jurídico-

legal português e os mecanismos de controlo empresarial vigentes conferem aos accionistas minoritários um tipo e nível de protecção em tudo idêntica àquela que encontramos noutros países de tradição jurídica similar e com idênticos níveis de concentração accionista".

### Privatizações debaixo de fogo

A venda de participações na EDP e na REN também mereceu críticas. A ATM considera que ao vender os 21,35% à China Three Gorges o Governo entregou-lhe o controlo da empresa. Os chineses pagaram um prémio de cerca de 50%, que deveria ser partilhado com os investidores particulares através do lançamento de um OPA. Esse controlo ficou demonstrado, segundo a associação, com as propostas levadas à AG de Fevereiro, que visavam a entrada da empresa chinesa no capital. A participação da Parública na votação foi já contestada em tribunal pela ATM e a Iberdrola, que avançaram com acções de impugnação.

A privatização da REN, onde o prémio variou 23% e os 40%, também não foi pacífica. Filipe de Botton, que através da Logoplaste é o maior accionista privado da empresa, contestou, depois da AG, que os limites aos direitos de voto tenham sido aumentados para 25%, em vez de totalmente retirados, como recomenda a CMVM. "Não é vantajosa para os demais minoritários", disse. O fim dos limites aos direitos de voto facilita uma mudança de controlo através de uma OPA, o que permitiria que todos os accionistas beneficiassem com o prémio que viesse a ser pago na operação.



Contrapartida e chumbo do dividendo contestados | Deco e ATM consideram "injusto"

### OPA à Cimpor não levanta objecções

**⌚** Ao contrário da Brisa, a OPA à Cimpor não suscita críticas.

A Associação de Investidores e Analistas Técnicos considera que a operação "é uma tentativa de controlar por via de uma oferta voluntária, numa operação de reestruturação e concentração empresarial, pelo que tendo os accionistas hipótese de não aceitar a oferta e manter a situação actual, não nos parece grave e nem objecto de censura". João Sousa, coordenador da revista Proteste Investe, da Deco, considera que o prémio de 10% é baixo, mas reconhece que as acções da cimenteira têm registado um desempenho muito acima do resto do mercado nacional.

### Pequenos investidores unem-se em Espanha

**⌚** A estrutura de capital das cotadas portuguesas deixa os pequenos accionistas mais fragilizados, considera Octávio Viana, presidente da Associação de Investidores e Analistas Técnicos. "Se olharmos para a bolsa portuguesa, os accionistas controladores têm, em média, 40% dos direitos de voto, pelo que o domínio obtém-se facilmente devido à fragmentação da estrutura accionista", diz. Octávio Viana defende que os investidores portugueses deveriam ser mais activos como em Espanha. "Uma AG da Repsol consegue reunir perto de 2000 accionistas e vimos os pequenos accionistas a concertarem-se e a tomarem praticamente o controlo da La Seda. Em Portugal existe uma forte inércia, devido à falta de cultura financeira".



Miguel Baltazar

# Banca ganha accionistas, restantes perdem

## Empresas industriais perdem 16% dos investidores. Bancos aumentam

**RAQUEL GODINHO**  
rgodinho@negocios.pt

O ano de 2008 ficou marcado pela crise financeira. Desde então, a bolsa de Lisboa tem vindo, quase sempre, a perder valor, desafiando a capacidade de resistência dos investidores. Muitos desistiram: as empresas não financeiras perderam 16% dos accionistas.

As seis cotadas industriais que disponibilizaram dados perderam 57.470 accionistas, entre o final de 2008 e de 2011. O que corresponde a uma diminuição de 16,3%. Na maioria dos casos esta evolução ficou a dever-se às perdas registadas pelas acções.

A REN foi a empresa que viu o número de investidores presentes no seu capital diminuir mais desde o final de 2008. A queda foi de 26%. Esta tendência foi ainda seguida pela Cimpor e Portucel.

A perda de accionistas pode reflectir também a tomada de mais-valias por parte dos investidores. É o caso da Galp Energia que tem resistido melhor à tendência negativa dos mercados, continuando a cotar muito acima dos 5,81 euros a que se estreou em bolsa. Neste período, o número de accionistas da petrolífera recuou 16,9%.

A Semapa foi a única que testemunhou um crescimento do número de investidores. A companhia liderada por Pedro Queiroz Pereira tem o seu capital repartido

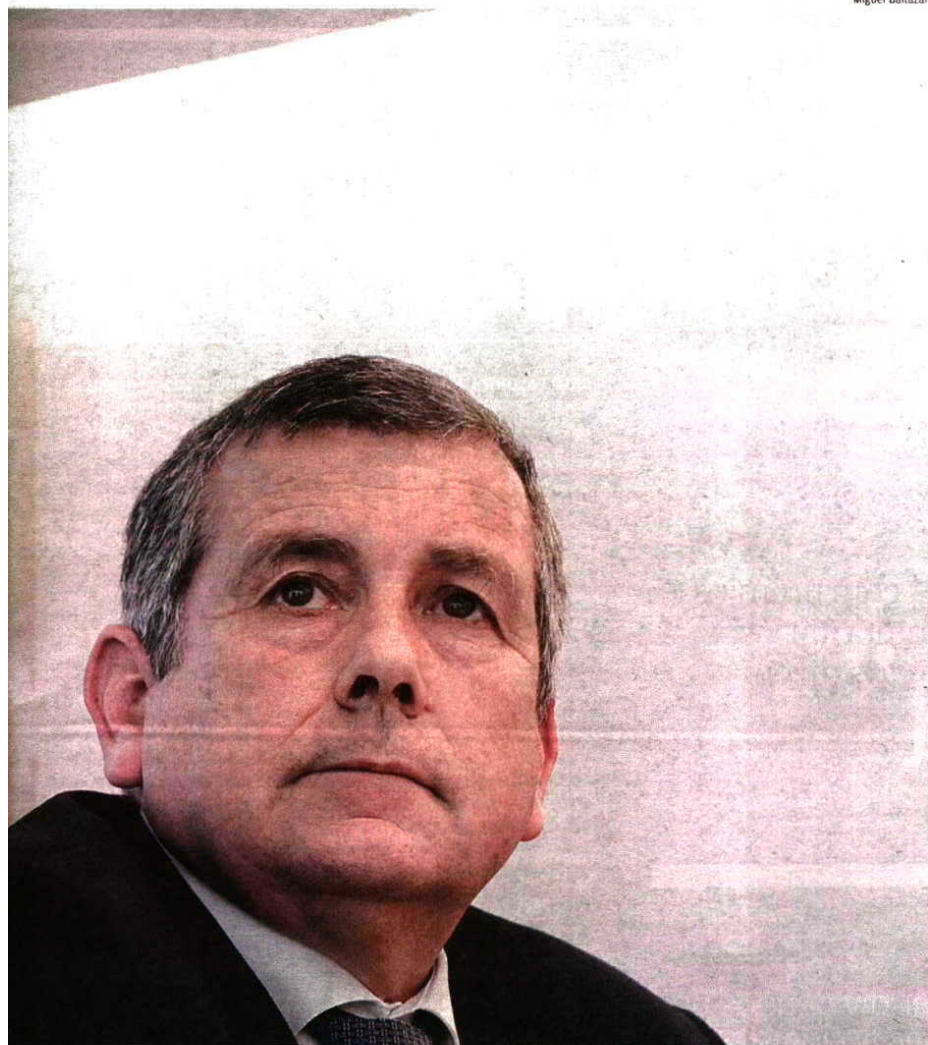
**Semapa foi a única empresa industrial onde o número de accionistas cresceu.**

por 3.599 accionistas, mais do que os 3.156 relativos ao final de 2008.

**Aumentos de capital aumentam accionistas da banca**

Juntando os "três grandes" do sector financeiro português à análise, a diminuição do número total de accionistas nas empresas nacionais é inferior. No conjunto, perderam-se 29.616 investidores, ou 5,2%. Isto porque BCP, BES e BPI registaram um aumento do número de accionistas.

Esta tendência é justificada, sobretudo, pelas operações de aumento de capital realizadas pelo sector financeiro, neste período, e que levaram a um maior número de títulos dispersos. O BCP assume-se, assim, como a empresa com um maior número de accionistas, entre aquelas que disponibilizam esta informação. No total, são 182.326 accionistas, mais 5,4% do que em 2008. O BES foi aquele que assistiu ao maior crescimento.



o valor oferecido pela José de Mello e Arcus na OPA sobre a Brisa.

### OS ACCIONISTAS ESTÃO PROTEGIDOS?

Bolsa e emittentes consideram que operações são legítimas, desde que as regras sejam cumpridas. A ATM considera que existem atropelos



Presidente da bolsa de Lisboa não considera que os interesses dos minoritários estejam a ser penalizados.



Abel Ferreira lembra que o lançamento de uma OPA é uma "decisão livre" dos investidores.



Octávio Viana considera que os accionistas minoritários estão a ser prejudicados na Brisa.

**OPA obrigatórias existem justamente para proteger os interesses dos investidores minoritários.**

**LUÍS LAGINHA DE SOUSA**  
Presidente da Euronext Lisbon

**O sistema legal português confere aos accionistas minoritários um nível de protecção idêntica à de outros países.**

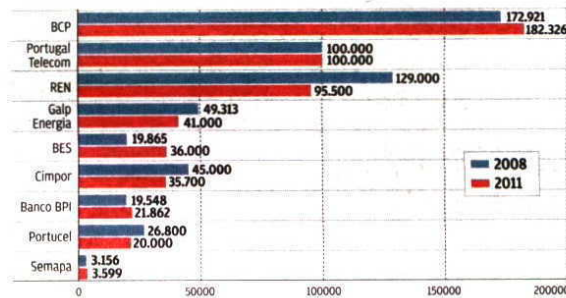
**ABEL FERREIRA**  
Presidente da ATM

**O chumbo dos dividendos [da Brisa] é um desrespeito muito grande pelos accionistas minoritários.**

**OCTÁVIO VIANA**  
Presidente da ATM

### BANCA CONTRARIA TENDÊNCIA DAS COTADAS INDUSTRIAIS

EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE ACCIONISTAS ENTRE O FINAL DE 2008 E O FINAL DE 2011.



Fonte: Empresas

O número de accionistas de nove cotadas portuguesas diminuiu, entre o final de 2008 e 2011. A queda global foi atenuada pelo crescimento do número de accionistas na banca.



# Cinco negócios “fora de bolsa”

Nas últimas semanas, cinco das maiores cotadas envolveram-se em negócios motivados pelos maiores accionistas e que deixaram os minoritários com pouca margem de manobra. As privatizações da EDP e REN, a definição accionista na Galp e as ofertas públicas de aquisição na Brisa e Cimpor, todos feitos “ao lado” do mercado de capitais

MIGUEL PRADO  
MARIA JOÃO BABO

## Brisa não vai pagar dividendos por decisão dos maiores accionistas



Vasco de Mello, presidente da José de Mello.

“Os minoritários não são prejudicados.”

### CONCESSIONÁRIA CAI 51%

EVOLUÇÃO NOS ÚLTIMOS TRÊS ANOS



Unidade: Euros  
Fonte: Bloomberg

Vasco de Mello recusou, na apresentação da oferta pública de aquisição que José de Mello e Arcus lançaram sobre a Brisa, que os minoritários pudessem sair prejudicados na operação. Os dois maiores accionistas da concessionária não admitem subir a oferta de 2,66 euros por acção da Brisa, até porque, como disse o presidente da José de Mello então, “não temos de pagar um prémio de controlo porque já temos o controlo”. Foi, aliás, com os 53,7% dos direitos de voto na Brisa que José de Mello e Arcus somam que a proposta de pagamento de um dividendo de 31

cêntimos foi chumbada na passada segunda-feira. Uma decisão que, por um lado, cria uma pressão extra para que os minoritários vendam na OPA já que só assim receberão os 31 cêntimos (incluídos nos 2,66 euros da oferta). Por outro, o chumbo da proposta de remuneração accionista significa, para os pequenos investidores, que não contarão com o dividendo para recuperarem parte das perdas sofridas com a desvalorização da acções da concessionária.

## Galp Energia passa a ter um novo líder e mais capital no mercado

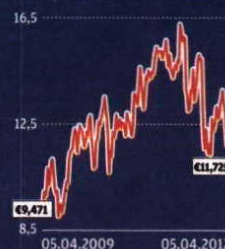


Américo Amorim ascende a “chairman” da Galp.

“O controlo da empresa é dos accionistas, de todos eles, em função das participações que têm.”

### GALP VALORIZA 24%

EVOLUÇÃO NOS ÚLTIMOS TRÊS ANOS



Unidade: Euros  
Fonte: Bloomberg

Com o acordo anunciado há menos de duas semanas, a Amorim Energia garante o direito a reforçar na Galp, podendo a sua actual posição, de 33,34%, vir a chegar a 48,7% já no próximo ano, fruto da saída da italiana Eni (33,34%). O acordo parassocial na petrolífera vincula 67,68% do capital da Galp, pelo que nos últimos anos os pequenos accionistas do grupo já estavam na prática limitados na sua capacidade de influenciar a gestão e os destinos da Galp. Assim, o acordo entre Amorim, a Eni e a Caixa Geral de Depósitos (1%) vem reforçar o poder de Américo Amorim na Galp Energia,

tornando-o no novo líder da petrolífera (por ter mais acções e por ser nomeado “chairman”) sem, no entanto, implicar o lançamento de uma oferta de aquisição que permita aos minoritários a venda, em condições semelhantes, das suas acções. Em entrevista ao “Expresso” a 31 de Março, Américo Amorim lembrou que “não haverá nenhum accionista com mais de 50%” e que “o controlo da empresa é dos accionistas, todos eles, em função das participações relativas que têm na empresa”.

## Cimpor será da Camargo após CGD anunciar que vende a 5,5 euros

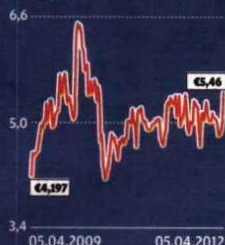


A CGD, liderada por José de Matos, sai da Cimpor.

“No caso concreto da Cimpor, o preço oferecido é aceitável, mesmo que susceptível de melhoria.”

### CIMENTEIRA SOBE 30%

EVOLUÇÃO NOS ÚLTIMOS TRÊS ANOS



Unidade: Euros  
Fonte: Bloomberg

A decisão da Caixa Geral de Depósitos, de vender na OPA da Camargo Corrêa os seus 9,58% da Cimpor a 5,5 euros por acção, anunciada 26 minutos depois de conhecida a oferta, condiciona todos os outros accionistas da cimenteira. Não só quanto a uma decisão de vender na OPA, mas também a aceitar o preço oferecido. Isto porque o banco público já o aceitou, apesar de dias depois do comunicado à CMVM ter vindo dizer, numa nota de imprensa, que o preço oferecido é “aceitável, mesmo que susceptível de melhoria”. A decisão anunciada da Caixa elimina praticamente a possibilidade de

surgirem alternativas que viessem a maximizar o encaixe para os accionistas. Com as participações do banco público e do fundo de pensões do BCP, que juntas somam 19,58%, o grupo brasileiro assegura desde já o controlo de Cimpor, onde detém actualmente 32,9%. Falta saber o que fará a Investifino, já que a Votorantim ficará para já na Cimpor. Na cimenteira os minoritários somam hoje apenas cerca de 15% do capital, percentagem de deve vir a reduzir-se.



**IDEIAS-CHAVE**

SAIBA QUAIS SÃO AS RECOMENDAÇÕES DA CMVM

**UMA ACÇÃO, UM VOTO**

Uma das recomendações da CMVM para o governo das sociedades defende "a proporcionalidade entre os direitos de voto e a participação accionista". Ou seja, a uma acção, deve corresponder um voto. Segundo a CMVM, não respeitam a proporcionalidade as sociedades que "tenham acções que não confirmam o direito de voto" e "estabeleçam que não sejam contados direitos de voto acima de certo número, quando emitidos por um só accionista ou por accionistas com ele relacionados".

**LIMITAÇÕES DE VOTO DEVEM CAIR EM CASO DE OPA**

O regulador dos mercados de capitais português recomenda ainda que a blindagem de estatutos caia no caso de uma oferta. A CMVM esclarece que "as medidas que sejam adoptadas com vista a impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionista". Deste modo, "os estatutos das sociedades que, respeitando esse princípio, prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único accionista, de forma individual ou em concertação com outros accionistas, (...) nessa deliberação, se contam todos os votos emitidos sem que aquela limitação funcione".

**INCOMPATIBILIDADE NO CONSELHO DE SUPERVISÃO**

As sociedades devem garantir "um número de membros não executivos que garanta efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos". A independência destes membros deve ser avaliada através de "requisitos de independência e o regime de incompatibilidades aplicáveis aos membros dos outros órgão sociais".

**EDP teve ou não uma mudança de controlo com a Three Gorges?**



Octávio Viana, da ATM, levou a EDP a tribunal.

"A Three Gorges deve permitir que os restantes accionistas aproveitem o mesmo prémio de controlo."

**ELÉCTRICA DESCE 25% EVOLUÇÃO NOS ÚLTIMOS TRÊS ANOS**



O Estado acordou vender à China Three Gorges 21,35% na EDP, que permitirão ao grupo asiático ser o maior accionista da eléctrica portuguesa. O processo de venda foi concorrencial: a Three Gorges entregou uma oferta melhor do que as propostas da alemã E.ON e das brasileiras Eletrobras e Cemig. Mas a associação de investidores ATM crê que a forma como o processo foi conduzido pelo Estado permite à Three Gorges ter uma posição de controlo na EDP, pelo que isso deveria obrigar a empresa chinesa a lançar uma oferta de aquisição que permita aos pequenos accionistas vender os seus títulos. A

ATM, bem como a associação Euroshareholders, argumenta que a tomada de 21,35% pela Three Gorges está a acontecer em concertação com vários accionistas de referência da EDP, como a CajAstur, José de Mello, BCP e BES. A Iberdrola, detentora de 6,79% da EDP, procurou invalidar a votação do Estado português na assembleia geral de 20 de Fevereiro, que subiu o limite de voto na EDP para 25%, à medida da Three Gorges. O caso está no Tribunal de Comércio de Lisboa.

**REN subiu limites de voto à medida da chinesa State Grid**



Filipe de Botton quer a REN sem limites de votos.

"Nós somos contra qualquer limitação de votos. Não é vantajosa para os demais minoritários."

**REN CAI 29% DESDE 2009 EVOLUÇÃO NOS ÚLTIMOS TRÊS ANOS**



A assembleia-geral da REN - Redes Energéticas Nacionais, a 27 de Março, contou com um percalço: a EGF/Logoplaste, o maior accionista privado da REN, manifestou a sua oposição a um dos pontos em votação, nomeadamente o relativo à fixação de um limite de voto de 25% na REN, cujos direitos de voto estão hoje confinados a 10%. Filipe de Botton deu voz a essa contestação. "Nós somos contra qualquer limitação de voto", disse. Esse tecto "não é vantajoso para os demais minoritários", comentou ainda o presidente da Logoplaste. Em causa estava a subida da blindagem na REN para acomodar especificamente a entrada da chinesa State Grid, que acordou comprar 25% ao Estado português (na privatização a Oman Oil também adquiriu 15% da REN). Contudo, na empresa presidida por Rui Cartaxo não chegou a haver o mesmo nível de contestação que houve na EDP, ainda que o processo tenha sido muito semelhante: um concurso competitivo de privatização em que uma empresa do Estado chinês apresentou a melhor oferta, com um preço acima da cotação.



## Estão a passar a perna aos pequenos accionistas nas OPA e nas privatizações?



**Vasco de Mello**  
Presidente da Brisa



**Ferreira de Oliveira**  
Presidente da Galp



**Francisco Lacerda**  
Presidente da Cimpor



**António Mexia**  
Presidente da EDP



**Rui Cartaxo**  
Presidente da REN

### ● **Brisa, Galp, Cimpor, EDP e REN**

Cinco negócios "fora de bolsa". Saiba como foram feitos **Primeira Linha 6 a 9**